

# 信用评级公告

联合〔2022〕6209号

联合资信评估股份有限公司通过对天士力控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“20天士力（疫情防控债）MTN001”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月十二日

# 天士力控股集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天士力控股集团有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 天士力（疫情防控债）MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 天士力（疫情防控债）MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/05/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 7 月 12 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA <sup>+</sup>	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；公司已展开部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充			+1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

跟踪期内，天士力控股集团有限公司（以下简称“公司”）继续以大健康产业为主线、以制药业为中心。核心子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）不断发挥现代中药、生物药、化学药的协同发展优势，多个品种进入 2021 年《国家医保目录》，继续保持在心脑血管领域的领先优势。2021 年，公司医药工业收入规模增加，利润总额大幅增长，经营活动现金流保持净流入状态。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到医药行业政策变化，公司本部债务负担重、面临一定短期偿付压力，关联方拆借款规模较大、对公司资金存在占用，权益结构稳定性有待提高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医保产品的逐步放量 and 进一步完善医药工业产业链，公司整体竞争力有望获得进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“20 天士力（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 多个品种进入 2021 年《国家医保目录》，继续保持在心脑血管领域的领先优势。2021 年，子公司天士力股份共有 159 个品种（212 个批号）进入 2021 年《国家医保目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等独家品种。其中，独家产品注射用益气复脉（冻干）、注射用丹参多酚酸、注射用重组人尿激酶原为续约成功品种，协议有效期至 2023 年底。

2. 公司医药工业收入规模增加，利润总额大幅增长，经营活动现金流保持净流入状态。2021 年，公司医药工业业务收入为 66.54 亿元，同比增长 4.25%；得益于投资收益增加，利润总额为 18.93 亿元，同比增长 118.54%；经营活动现金净流入 27.68 亿元，同比增长 44.07%。

3. 公司本部持有一定规模的易变现金融资产，为

分析师：蒲雅修  
崔濛骁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

偿债提供支撑。公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强；同时公司已展开部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

#### 关注

1. **医药行业政策调整较大，给企业经营发展带来压力。**医药行业政策调整较大，随着医药改革的推进，药品价格面临持续下行的压力，给企业经营发展带来压力。

2. **公司本部债务负担重，面临一定短期偿付压力。**截至2021年底，公司本部全部债务63.69亿元。其中，短期债务50.90亿元（占79.92%）、长期债务12.79亿元（占20.08%）。截至2021年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为79.83%和75.15%。

3. **关联方拆借款规模较大，对公司资金存在占用。**公司控股股东天津天士力大健康产业投资集团有限公司等关联方存在向公司拆借资金情况，截至2021年底，公司其他应收款24.07亿元，占流动资产的比重为16.16%，其中应收关联方款项为23.56亿元。

4. **公司权益结构稳定性有待提高。**截至2021年底，公司所有者权益137.42亿元。其中，归属于母公司所有者权益占比为47.28%，少数股东权益占比为52.72%。在归属于母公司所有者权益中，未分配利润占57.68%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	60.35	75.72	86.72	84.66
资产总额(亿元)	397.58	315.03	270.46	261.20
所有者权益(亿元)	125.85	134.20	137.42	129.81
短期债务(亿元)	121.25	108.26	68.99	58.55
长期债务(亿元)	93.14	41.61	27.93	31.74
全部债务(亿元)	214.39	149.87	96.92	90.29
营业总收入(亿元)	205.58	157.08	91.98	20.46
利润总额(亿元)	9.75	8.66	18.93	-6.85
EBITDA(亿元)	27.37	26.81	32.38	--
经营性净现金流(亿元)	20.01	19.21	27.68	7.07
营业利润率(%)	30.44	37.77	59.88	57.10
净资产收益率(%)	4.39	3.26	11.39	--
资产负债率(%)	68.35	57.40	49.19	50.30
全部债务资本化比率(%)	63.01	52.76	41.36	41.02
流动比率(%)	138.79	124.21	146.86	148.65
经营现金流动负债比(%)	11.45	14.18	27.28	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.70	1.26	1.45
EBITDA利息倍数(倍)	2.32	2.46	4.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	5.59	2.99	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	112.65	115.30	104.37	103.24
所有者权益(亿元)	20.23	19.84	21.05	20.34
全部债务(亿元)	88.40	84.06	63.69	56.19
营业总收入(亿元)	0.09	0.43	2.12	0.08
利润总额(亿元)	0.36	0.25	0.51	-0.71
资产负债率(%)	82.04	82.79	79.83	80.30
全部债务资本化比率	81.37	80.90	75.15	73.42
流动比率(%)	103.87	83.09	76.83	83.30
经营现金流动负债比(%)	-4.70	1.29	3.53	--
现金短期债务比(倍)	0.13	0.17	0.28	0.39

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司其他流动负债和长期应付款中带息债务部分计入债务核算; 3. 公司2022年1-3月财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20天士力(疫情防控债) MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/06/24	李晶 崔濛晓	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20天士力(疫情防控债) MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/03/03	孔祥一 闫力	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受天士力控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 天士力控股集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天士力控股集团有限公司（以下简称“公司”或“天士力集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

天士力集团原名天津市天使力联合制药有限公司，由中国人民解放军第二五四医院全资下属的天津市华兴医药设备商行（持股 70%）、天津市中央制药厂（持股 30%）于 1994 年 5 月 6 日共同出资成立，初始注册资本 1200 万元，1997 年改制为公司制企业，并更名为天津天士力制药集团有限公司（以下简称“天士力制药集团”），2013 年公司名称变更为现名。2016 年 5 月，天津帝士力投资控股集团有限公司（2019 年 3 月已更名为天津天士力大健康产业投资集团有限公司，以下简称“大健康集团”）和浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）分别对公司进行注资，公司注册资本共增加 1.06 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本<sup>1</sup>和实收资本均为 3.44 亿元，其中大健康集团持股 67.09%，尖峰集团持股 20.76%，天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）持股 12.15%。公司实际控制人为一致行动人闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧<sup>2</sup>。截至 2022 年 3 月底，大健康集团所持公司股权无质押。

2021 年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至 2022 年 3 月底，公司合并报表范围子公司合计 37 家；公司本部内设党群工作部、法务中心、财务中心、供应链管理中心等职能部

门；在职员工共 19349 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 270.46 亿元，所有者权益 137.42 亿元（含少数股东权益 72.44 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 91.98 亿元，利润总额 18.93 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 261.20 亿元，所有者权益 129.81 亿元（含少数股东权益 68.93 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 20.46 亿元，利润总额-6.85 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫凯境。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司债券募集资金均按照募集说明书约定的用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 天士力（疫情防控债） MTN001	5.00	5.00	2020/05/07	3 年

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政

<sup>1</sup> 2022 年 4 月，公司注册资本增加至 8.00 亿元。

<sup>2</sup> 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿

子、配偶、儿媳，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系。



策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>3</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速  
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，

体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨

<sup>3</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，

居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

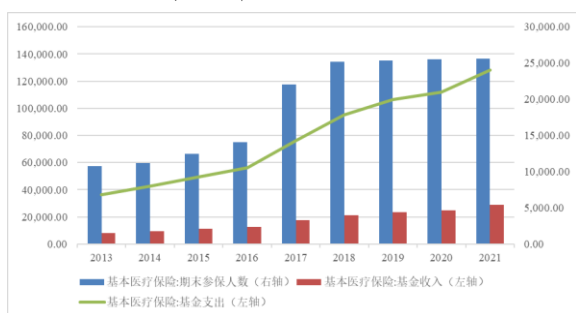
## 五、行业分析

2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业收入和利润总额均大幅增长。医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革。但我国医药行业结构性问题仍很明显，行业集中度较低；2021 年，亏损企业占比上升，行业内分化程度加深。预计 2022 年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。



医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为 2020 年 11 月 1 日 0 时），中国 60 周岁以上人口已达 2.64 亿，占总人口的 18.70%，较 2019 年底增加了 0.10 亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防疫常态化，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利

润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业收入人民币 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。

行业政策方面，2021 年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。但同时，我国医药行业结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至 2021 年底，医药制造业企业单位为 8337 家，较上年底增加 672 家；亏损企业 1577 家，较上年底增加 233 家。2020 年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。

预计 2022 年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司产权状况未发生变化，第一大股东为大健康集团，所持股权无质押，实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。截至 2022 年 4 月 23 日，公司持有的子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）股本数量为 68348.15 万股，持股比例为 45.33%；质押数量为 7800.00 万股，质押股本占其所持股份的 11.41%。

### 2. 企业规模及竞争力

经过多年发展，公司形成了以大健康产业为主线、以制药业为中心的产业布局。子公司天士力股份不断发挥现代中药、生物药、化学药的协同发展优势，持续丰富梯队化的产品组合，多个品种进入 2021 年《国家医保目录》，继续保持心脑血管领域的领先优势。

经过多年发展，公司形成了以大健康产业为主线、以制药业为中心的产业布局。子公司天士力股份是国家认定的高新技术企业，其研究院先后承担了国家“九五”“十五”“十一五”“十二五”“863”“973”“国家重大新药创制研究与开发”等重点科研项目；此外，天士力股份 2015 年获批准建设中华人民共和国科学技术部“创新中药关键技术国家重点实验室”及中华人民共和国国家发展和改革委员会“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。公司与天津中医药大学和浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心，建立了品类齐全的组分中药库。子公司天士力股份不断发挥现代中药、生物药、化学药的协同发展优势，持续丰富梯队化的产品组合。

医药工业方面，2021 年，公司共有 159 个产品（212 个批号）进入 2021 年《国家医保目录》，其中甲类 96 个品种（116 个批号），乙类 73 个品种（86 个批号），包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等独家品种。其中，独家产品注射用益气复脉（冻干）、注射用丹参多酚酸、注射用重组人尿激酶原为续约成功品种，

协议有效期至 2023 年底。2021 年，公司用于治疗女性更年期综合症的 1.1 类创新中药坤心宁颗粒、复方丹参滴丸糖网适应症、逍遥片等多个品种获得注册证书及补充申请；新一代特异性溶栓药物普佑克增加急性缺血性脑卒中和急性肺栓塞适应症、注射用硼替佐米、注射用尼可地尔、利伐沙班均提交药品上市注册申请并获受理；取得 T89 AMS 国际多中心 III 期等 2 款创新药国内临床批件，培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液获得美国 FDA 临床试验资格。

表 3 公司主要产品概况

药品名称	分类	治疗领域
复方丹参滴丸	中药	心脑血管
养血清脑颗粒（丸）	中药	心脑血管
替莫唑胺胶囊（蒂清）	化药	抗肿瘤
注射用益气复脉	中药	心脑血管
水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化药	肝病治疗
芪参益气滴丸	中药	心脑血管
注射用丹参多酚酸	中药	心脑血管
穿心莲内酯滴丸	中药	感冒发烧
藿香正气滴丸	中药	感冒发烧
右佐匹克隆（文飞）	化药	精神类
注射用重组人尿激酶原（普佑克）	生物药	心脑血管
坤心宁颗粒	中药	女性更年期综合症

资料来源：天士力股份年报

天士力股份心脑血管在研管线覆盖高血脂症、抗血栓、脑卒中、脑卒中后遗症、心衰、冠心病等适应症，形成了心脑血管疾病预防、治疗及康复各个环节、品类齐全的产品链，天士力股份继续保持心脑血管领域的领先优势。

截至 2021 年底，公司共布局 94 款在研管线产品，涵盖 46 款 1 类创新药，并有 52 款药品已进入临床阶段，其中自主研发项目 60 款、产品引进项目 23 款、合作开发项目 9 款、投资优先许可权项目 2 款。截至 2021 年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1209 件，其中发明专利 1100 件；公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 291 件，养血清脑颗粒拥有专利 51 件；公司及主要子公司专利申请及授权分别为 26 件及 83 件。其中，发明专利新申请及授权分别为 18 件和 75

件。2021年，天士力股份研发投入7.61亿元，同比增长26.86%；占营业总收入的比重为9.58%，同比上升5.16个百分点。

产品销售方面，根据 IQVIA 中国医院药品统计报告（≥100 床位），MAT2021Q4 中成药用于缺血性心脏病市场口服用药排名中，复方丹参滴丸市场份额为 14.5%，全国排名第 1；公司养血清脑颗粒（丸）在 MAT2021Q4 中药用于头痛/偏头痛市场中排名第 1。

### 3. 企业信用记录

#### 公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91120000718296410K），截至 2022 年 6 月 10 日，公司已结清信贷中有 1 笔欠息和 4 笔关注类贷款；根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司总经理发生变更，主要管理制度连续，管理运作正常。**

2022 年 4 月 15 日，根据公司第八届董事局 2022 年第一次会议决议（董字〔2022〕01 号），同意吴迺峰女士不再担任公司总经理，由朱永宏先生担任公司总经理。

朱永宏先生，1965 年生，曾任天士力制药集团市场营销部部长，天津天士力广告有限公司总经理，天津天士力国际营销控股有限公司总经理，天士力研究院副院长，公司副总裁，天士力股份总经理，现任公司总经理。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变化。

公司主要管理制度连续，管理运作正常。

## 八、重大事项

### 1. 转让天士营销股权

**天士力股份出售子公司天士营销股权后，天士营销不再纳入合并报表范围，天士力股份退出部分医药商业业务。截至 2022 年 3 月底，天士力股份已收回全部天士营销股权转让款。**

根据子公司天士力股份 2020 年 8 月 17 日公告的《关于重大资产出售之标的资产过户完成的公告》，天士力股份及其间接控制的 6 家合伙企业持有的天津天士力医药营销集团股份有限公司（现已更名为重庆医药集团（天津）医药商业有限公司，以下简称“天士营销”）的 100% 股权已过户至重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）并完成工商变更登记手续。根据评估结果，天士营销 100% 股权的评估值为 14.13 亿元，交易对价为 14.89 亿元。交易价款将分为四期支付，第一期于《股权转让合同》生效后 5 个工作日内，重庆医药支付股份转让价款的 20%；第二期于股份交割日后 10 个工作日内，支付股份转让价款的 50%；第三期于股份交割日后 6 个月期满后的 10 个工作日内，支付股份转让价款的 20%；第四期，为股份交割日后 12 个月期满后的 10 个工作日内，支付剩余股份转让价款。根据《股权转让合同》，天士力股份拟将本次股权转让款用于偿还到期债务及补充日常运营资金。截至 2022 年 3 月底，天士力股份已收到全部四期股权转让款。

### 2. 转让 I-Mab 公司股份

**I-Mab 公司不再为天士力股份联营企业，天士力股份对 I-Mab 的投资从以权益法核算的长期股权投资转换为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，确认的投资收益对营业利润影响较大。**

2021 年，天士力股份孙公司天士力生物科技有限公司（以下简称“天士力生物科技”）与 Lake Bleu Prime Healthcare Master Fund Limited 和 Huatai Capital Investment Limited 签订了股权转让协议，天士力生物科技将持有的 I-



Mab公司3856985股股份以0.88亿美元的对价转让给上述公司，确认处置长期股权投资产生的投资收益5.87亿元。

天士力股份原对I-Mab委派一名董事，参与I-Mab的经营决策，故对I-Mab的财务和经营具有重大影响，对I-Mab的投资采用以权益法核算的长期股权投资核算。随着2021年公司对于I-Mab的投资定位由战略性投资调整为财务型投资并持续出售I-Mab股票。截至2021年12月10日，天士力股份持有I-Mab股权比例已降至4.96%，且公司派出I-Mab的董事已辞任，同时公司不可撤销地承诺放弃在后续投资期内对I-Mab继续提名董事的权力，即公司已不能对I-Mab的财务和经营政策实施重大影响，故I-Mab不再为公司联营企业，公司对I-Mab的投资从以权益法核算的长期股权投资转换为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，在交易性金融资产科目列报，交易性金融资产初始确认金额11.78亿元，转换日I-Mab股票公允价值与长期股权投资账面价值的差额为8.77亿元，原采用权益法核算的相关其他综合收益-0.07亿元和其他资本公积3.83亿元转入投资收益，确认转换损益3.76亿元，合计确认投资收益12.53亿元，对营业利润影响较大。2021年12月10日至2021年12月31日，天士力股份持有的I-Mab股票价格波动产生公允价值变动-1.32亿元，计入公允价值变动收益科目。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年，受天士营销不再纳入合并报表范围影响，公司营业总收入规模大幅下降，业务**

**综合毛利率大幅上升；受投资收益增加影响，公司利润总额大幅增长。2022年1-3月，公司营业总收入规模略有下降，利润总额由盈利转为亏损。**

2021年，公司实现营业总收入91.98亿元，同比下降41.45%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致；营业成本为35.58亿元，同比下降62.93%；营业利润率为59.88%，同比提高22.11个百分点，主要系出售的天士营销医药商业业务利润率低于医药工业业务所致。2021年，公司利润总额18.93亿元，同比增长118.54%，主要系投资收益增加所致。其中，处置长期股权投资产生的投资收益为12.38亿元，丧失控制权后或重大影响后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得为12.56亿元。

从各板块收入来看，医药行业板块是公司主要的收入来源，包含医药工业和医药商业两个细分板块。2021年，公司医药行业板块收入同比下降40.38%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致；占主营业务收入比重同比上升2.25个百分点。其中，医药工业业务收入同比增长4.45%；医药商业业务收入同比下降80.43%。2021年，公司其他业务板块收入同比下降52.96%，主要系安国中药都项目结转收入减少所致；占主营业务收入比重同比下降2.25个百分点。

从毛利率来看，2021年，公司医药行业板块毛利率同比上升25.01个百分点，主要系出售的天士营销医药商业业务利润率低于医药工业业务所致；其他业务毛利率同比下降4.40个百分点。综合来看，公司主营业务综合毛利率同比上升22.51个百分点。

表4 2019-2021年及2022年1-3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	196.25	96.34	30.60	136.60	88.21	40.12	81.44	90.46	65.13	19.10	95.12	61.20
其他业务	7.45	3.66	38.93	18.26	11.79	26.29	8.59	9.54	21.89	0.98	4.88	2.04
合计	203.70	100.00	30.91	154.86	100.00	38.49	90.03	100.00	61.00	20.08	100.00	58.32

注：其他业务是指公司的大健康（保健品）、中药材贸易、海外营销及融资租赁等业务  
资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司实现营业总收入20.46亿元，同比下降3.01%；营业成本为8.51亿元，同比下降3.72%；营业利润率为57.10%，同比上升0.11个百分点，变化不大。

2022年1-3月，公司实现利润总额-6.85亿元，去年同期为2.54亿元，由盈利转为亏损，主要系I-MAB、科济药业控股有限公司等金融资产公允价值下降8.67亿元所致。

表5 2019-2021年及2022年1-3月公司医药行业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药工业	69.08	35.20	68.51	64.45	47.18	72.96	67.32	82.66	72.91	15.44	80.84	69.75
医药商业	127.17	64.80	10.01	72.15	52.82	10.80	14.12	17.34	28.05	3.66	19.16	25.14
合计	196.25	100.00	30.60	136.60	100.00	40.12	81.44	100.00	65.13	19.10	100.00	61.20

注：表5医药行业业务统计数据为上市公司天士力股份统计口径，收入及毛利率较表4存在差异  
资料来源：公司提供

## 2. 医药工业

2021年，公司主要原材料实现自给自足，并具有充分的战略储备，对质量及成本把控较好；得益于公司积极拓展市场、积极落实国家医保谈判品种和国家药品集中采购品种等因素，公司主要产品的产量、销量均有所增长。

医药工业业务为天士力股份核心业务板

块，主要原材料实现自给自足，并具有充分的战略储备，对质量及成本把控较好；跟踪期内，天士力股份的业务经营模式未发生变化。从收入构成来看，各产品占医药工业板块收入比重变化不大。其中，中成药是医药工业收入的主要来源。

表6 2019-2021年及2022年1-3月公司医药工业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中成药	43.48	69.96	73.34	44.66	69.97	71.18	50.80	76.34	72.94	11.28	73.87	68.45
化学制剂药	16.06	25.84	80.27	16.47	25.80	83.96	12.55	18.87	78.18	3.19	20.89	78.78
化学原料药	0.44	0.71	46.70	0.54	0.85	51.06	0.67	1.01	59.24	0.22	1.46	50.73
生物药	2.17	3.49	64.47	2.16	3.38	61.03	2.51	3.78	65.35	0.58	3.79	71.84
合计	62.15	100.00	74.63	63.83	100.00	73.97	66.54	100.00	73.50	15.27	100.00	70.48

资料来源：公司提供

### （1）原材料采购

中药材采购方面，公司生产所需主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等。为保证主要原材料丹参的供应和品质，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，实行“公司+基地+种植户”“公司+基地+中药材种植专业合作社”等现代中药种植基地模式，与当地种植大户和产业合作社签订合同，通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植进行规范化管理，农户根据协议将所种丹参销售给公司。此外，公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地，该基地综合运用基因重组、指纹图谱等

现代技术选育、繁育优质种苗，采用规范化的田间管理模式，按照GAP标准，制定SOP操作程序，利用生物农药防治病虫害，培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材，以满足公司对三七药材的日常需求。对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，因此，公司主要采取按市场价格向供应商直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行部分战略储备。公司丹参全部自给，并根据三七的市场行情进行战略储备，对原材料的质量和成本控制能力较好。



化学原料药采购方面，公司生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。公司化学药的原材料通过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，公司每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购品种，一般至少库存 1 年的用量。

原材料采购结算方式方面，公司先货后款，主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期 1~3 个月。2021 年，公司与供应商的结算方式和结算周期较上年未发生较大变化。

采购集中度方面，2021 年，天士力股份前

五名供应商采购额 3.51 亿元，占年度采购总额的 17.53%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额 0.99 亿元，占年度采购总额 4.93%。天士力股份采购集中度低。

## (2) 产品生产与研发

公司采用以销定产的模式生产，计划部门根据销售部门提供的各产品年度销售预测以及月度发货情况，结合各产品产能，制定生产计划；生产部门协调和督促生产计划的完成，同时对产品的生产过程、质量标准、卫生规范等执行情况进行严格监督管理，由各生产车间负责具体产品的生产管理；质量保证部和质量检验部对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品和产成品的质量进行检验监控。2021 年，公司医药工业的成本结构变化不大，仍主要为直接材料和制造费用。

表 7 2019-2021 年公司医药工业成本分析（单位：亿元、%）

成本构成项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	成本金额 (亿元)	占总成本比例 (%)	成本金额 (亿元)	占总成本比例 (%)	成本金额 (亿元)	占总成本比例 (%)
直接材料	8.85	56.11	9.53	57.38	10.71	60.73
直接人工	0.91	5.77	1.01	6.08	1.01	5.72
制造费用	6.01	38.12	6.07	36.54	5.92	33.55
<b>医药工业合计</b>	<b>15.77</b>	<b>100.00</b>	<b>16.62</b>	<b>100.00</b>	<b>17.63</b>	<b>100.00</b>

资料来源：天士力股份年报

产品生产方面，2021 年，受公司积极拓展市场、积极落实国家医保谈判品种和国家药品集中采购品种等因素影响，公司主要产品产量均有所增长，产能利用率均有所提升。其中复

方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和普佑克产能利用率均在 100.00%（含）以上，产能利用率水平高。

表 8 2019-2021 年公司医药工业主要产品生产情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比变动 (%、百分点)
复方丹参滴丸	产量(万盒)	11861.77	11237.39	13236.53	17.79
	产能利用率(%)	82.37	85.13	100.00	14.87
养血清脑颗粒 (丸)	产量(万盒)	2401.40	2733.94	3817.18	39.62
	产能利用率(%)	53.27	78.75	107.00	28.25
水林佳	产量(万盒)	964.48	1457.80	1906.59	30.79
	产能利用率(%)	40.19	72.89	86.56	13.67
普佑克	产量(万支)	23.44	64.82	79.49	22.63
	产能利用率(%)	36.62	100.00	124.20	24.20

资料来源：公司提供

### (3) 销售

公司产品主要通过全资子公司天津天士力医药商业有限公司对外销售，截至2021年底，公司营销网络涵盖29个大区，685个办事处，基本覆盖了全国市场。销售系统包括医疗事业部、OTC与终端事业部和商业事业部，各部门分别负责目标市场的业务拓展。

公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和OTC板块。公司先对三个板块进行市场细分，接着对不同细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式。在经销商选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况等

因素，同时也需要结合市场情况进行综合分析。

结算方式和账期方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算，账期约60天。2021年，公司与客户的结算方式和结算周期未发生较大变化。

销售集中度方面，2021年，天士力股份前五名客户销售额5.88亿元，占年度销售总额的7.39%，无关联销售情况。天士力股份客户集中度低。

2021年，得益于公司积极拓展市场、积极落实国家医保谈判品种和国家药品集中采购品种等，公司主要产品的销量均有所增长。受公司调整产品发货周期影响，公司主要产品销量增长速度慢于产量增长速度。受上述因素影响，公司主要产品的产销率均有所下降。

表9 2019-2021年公司医药工业主要产品销售情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年	2021年同比变化 (%、百分点)
复方丹参滴丸	产量(万盒)	11861.77	11237.39	13236.53	17.79
	销量(万盒)	12012.58	10794.99	12211.01	13.12
	产销率(%)	101.27	96.06	92.25	-3.81
养血清脑颗粒(丸)	产量(万盒)	2401.40	2733.94	3817.18	39.62
	销量(万盒)	2599.67	2755.70	3363.76	22.07
	产销率(%)	108.26	100.80	88.12	-12.68
水林佳	产量(万盒)	964.48	1457.80	1906.59	30.79
	销量(万盒)	1005.59	1376.83	1684.39	22.34
	产销率(%)	104.26	94.45	88.35	-6.10
普佑克	产量(万支)	23.44	64.82	79.49	22.63
	销量(万支)	31.21	57.03	58.14	1.95
	产销率(%)	133.16	87.98	73.15	-14.83

资料来源：公司提供

### 3. 其他业务

公司其他业务较为分散，根据公司战略规划，其他业务已处于逐步收缩阶段。2021年，公司其他业务收入同比大幅下降。

根据战略规划，公司将在现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康、特色医疗服务和中药材贸易等产业。目前，公司的生命健康产业主要拥有保健食品、日化用品等保健产品；特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等；中药材贸易经营主体为甘肃天

士力中天药业有限责任公司，主要经营原药材、中药饮片和中成药销售业务。公司其他业务较为分散，根据公司战略规划，其他业务已处于逐步收缩阶段。

2021年，公司其他业务板块收入为8.59亿元，同比下降52.96%，占主营业务收入比重同比下降2.25个百分点至9.54%。

截至2021年底，公司累计出售安国中药都项目商铺13.55万平方米，累计结转收入16.97亿元。安国中药都项目由安国数字中药都有限

公司全资子公司安国数字中药都商业管理服务有限公司负责运营。该项目占地约500亩，分为启动区、续建区和西北地块熙街项目。其中，启动区项目启动较早，目前仅剩2套商铺待销售；续建区项目于2019年开始预售，当年即实现资金回流9.52亿元，2020年结转收入10.71亿元，2021年结转收入0.70亿元，预计未来两年结转收入0.90亿元；西北地块熙街项目计划投资额2.10亿元，已于2021年5月开始预售，未来两年预计可结转收入3.50亿元。

融资租赁业务经营主体为天士力融资租赁有限公司（以下简称“天士力租赁”），注册资本5.00亿元，业务投向为医药公司、公立医院以及大消费领域，期限为3~5年。2021年，天士力租赁实现收入0.83亿元，净利润0.14亿元。截至2021年底，天士力租赁累计投放存量

资金37.00亿元，存量资金9.40亿元，累计计提减值准备672.00万元，主要产品为医疗设备租赁。

#### 4. 经营效率

**2021年，公司经营效率指标均有所下降。**

2021年，公司销售债权周转次数由1.80次下降至1.79次；存货周转次数由3.01次下降至1.61次，主要系公司剥离部分医药商业业务所致；总资产周转次数由0.44次下降至0.31次。

#### 5. 在建工程

**截至2022年3月底，公司主要在建项目资金支出压力小。**

截至2021年底，公司主要在建项目如下表所示，公司资金支出压力小。

表10 截至2022年3月底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至2022年3月底已投资额	未来投资计划			资金来源
			2022年4-12月	2023年	2024年及以后	
临床药物研究中心项目	6000.00	2834.21	2625.14	800.00	--	自有资金
现代中药配方颗粒车间建设项目	3925.00	2800.85	713.00	43.00	--	自有资金
工业大麻加工建设项目	13174.59	9639.52	3279.26	255.81	--	金融机构贷款及自有资金
新建绿色智能原料药厂	40000.00	534.65	5740.94	15000.00	19259.06	自有资金
<b>合计</b>	<b>63099.59</b>	<b>15809.23</b>	<b>12358.34</b>	<b>16098.81</b>	<b>19259.06</b>	--

注：1. 上表数据差异为数据四舍五入所致；2. 公司预计投资总额为预算数，部分项目实际投入和预算数存在差异  
资料来源：公司提供

#### 6. 未来发展

**公司已制定了较为清晰的发展战略，符合公司经营发展需求。**

未来，公司将加快“两转一升”战略执行，利用人工智能、大数据等现代科学技术和平台赋能，向创新创造型、智慧服务型企业转型，从“以产品制造为核心”向“以产品集群化、产业链体系化的智能制造为核心”升级，努力实现高新、高智、高端化发展，提升以生物医药为核心的大健康品牌影响力。公司将积极融合全球资源，建设全生命周期的大健康产业生态。

同时，公司将积极推进瘦身转型和结构优化，有序推动投资项目退出，完成部分股权资产处置工作，努力完成债务收缩、现金回流的工作。公司控股股东大健康集团等关联方存在向公司拆借资金情况，截至2021年底，应收关联方款项为23.56亿元。

### 十、财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1-3月财务数据未经审

计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至2021年底，公司合并报表范围子公司合计39家，较上年底减少1家。截至2022年3月底，公司合并报表范围子公司37家，较上年底减少2家。2020年8月，公司持有的天士营销股权已完成出售，天士营销不再纳入公司合并报表范围，对公司财务数据可比性影响较大。

截至2021年底，公司合并资产总额270.46亿元，所有者权益137.42亿元（含少数股东权益72.44亿元）。2021年，公司实现营业总收入91.98亿元，利润总额18.93亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额261.20亿元，所有者权益129.81亿元（含少数股东权益68.93亿元）。2022年1—3月，公司实

现营业总收入20.46亿元，利润总额-6.85亿元。

## 2. 资产质量

**截至2021年底，公司资产规模有所下降，资产结构相对均衡；流动资产中货币资金受限比例高，应收账款、存货和其他应收款占比较大，对公司资金存在占用。**

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底下降14.15%，主要系其他应收款、应收账款、长期股权和长期待摊费用减少所致。其中，流动资产占55.08%，非流动资产占44.92%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 11 2020 - 2021 年底及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>168.30</b>	<b>53.42</b>	<b>148.98</b>	<b>55.08</b>	<b>142.99</b>	<b>54.74</b>
货币资金	42.39	25.19	38.85	26.08	43.01	30.08
交易性金融资产	0.00	0.00	16.40	11.01	11.87	8.30
应收账款	23.55	13.99	14.34	9.62	13.04	9.12
应收款项融资	0.00	0.00	25.08	16.84	27.22	19.04
其他应收款	38.41	22.83	24.07	16.16	19.78	13.83
存货	22.76	13.52	21.35	14.33	22.41	15.68
其他流动资产	6.35	3.78	1.12	0.75	1.13	0.79
<b>非流动资产</b>	<b>146.73</b>	<b>46.58</b>	<b>121.49</b>	<b>44.92</b>	<b>118.21</b>	<b>45.26</b>
其他非流动金融资产	0.00	0.00	15.43	12.70	14.11	11.94
长期应收款	10.69	7.29	8.03	6.61	7.16	6.05
长期股权投资	36.62	24.96	21.50	17.70	21.32	18.04
固定资产	47.70	32.51	47.28	38.92	46.40	39.25
无形资产	6.17	4.21	6.88	5.66	6.74	5.70
开发支出	12.74	8.69	11.51	9.47	11.67	9.87
长期待摊费用	4.72	3.22	0.77	0.63	0.77	0.65
<b>资产总额</b>	<b>315.03</b>	<b>100.00</b>	<b>270.46</b>	<b>100.00</b>	<b>261.20</b>	<b>100.00</b>

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计  
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动资产较上年底下降11.48%，主要系其他应收款和应收账款减少所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底下降8.37%，主要系公司购买的短期理财产品增加所致。货币资金中有7.55亿元受限资金，受限比例为19.43%，主要为银行承兑汇票保证金（4.99亿元）和借款保证金（1.26亿元），受限比例高。



截至2021年底，公司交易性金融资产16.40亿元，全部为新增，由短期理财产品（5.93亿元）和权益工具投资（10.46亿元）构成。自2021年12月10日起，I-Mab公司不再为公司联营企业，公司将I-Mab的投资从以权益法核算的长期股权投资变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，初始确认金额11.78亿元。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较上年下降39.13%，主要系天士营销不再纳入合并报表范围所致。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账准备5.58亿元，其中单项计提坏账准备4.59亿元；应收关联方账款0.03亿元。

截至2021年底，公司应收款项融资25.08亿元，全部为新增，系公司执行新金融工具准则所致；全部为银行承兑汇票。

截至2021年底，公司其他应收款较上年下降37.34%，主要系公司收回部分拆借款和拆借利息所致；采用组合计提坏账准备的其他应收款中1年以内账面余额为22.77亿元（占85.86%），累计计提坏账准备2.45亿元；应收关联方款项为23.56亿元。关联方拆借款规模较大，对公司资金存在占用。

表 12 截至 2021 年底公司其他应收款中的关联方款项

关联方名称	金额 (亿元)
大健康集团	3.30
天津智祥企业管理有限公司	0.02
天士力国际基因网络药物创新中心有限公司	0.02
国台实业集团有限公司 (更名自国台酒业集团有限公司)	10.92
天津帝泊洱销售有限公司	0.00
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	0.59
深圳崇石私募股权投资基金管理有限公司 (更名自西藏崇石股权投资基金管理有限公司)	0.21
天津宝士力鼎膳餐饮管理有限公司	0.00
天津宝士力置业发展有限公司	7.77
甘肃天誉医院(有限合伙)	0.73
<b>合计</b>	<b>23.56</b>

资料来源：公司2021年财务报告

截至2021年底，公司存货较上年下降6.19%，主要系库存原材料减少所致。存货主要由原材料（占24.62%）和库存商品（占49.14%）构成，累计计提跌价准备0.45亿元，计提比例为2.07%。

截至2021年底，公司其他流动资产较上年下降82.41%，主要系公司执行新金融工具准则所致。

截至2021年底，公司非流动资产较上年下降17.20%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、长期应收款、长期股权投资、固、固定资产、无形资产和开发支出构成。

截至2021年底，公司其他非流动金融资产15.43亿元，全部为新增，系公司执行新金融工具准则所致；由权益工具投资（15.38亿元）和债务工具投资（0.05亿元）构成。

表 13 截至 2021 年底公司主要权益工具投资情况

被投资单位	金额 (亿元)
艾美疫苗股份有限公司	1.41
北方国际信托股份有限公司	1.64
建信信托-彩蝶1号财产权信托	1.13
南京三迭纪医药科技有限公司	1.04
CAR sgen Therapeutics Holdings Limited	2.50
Genova Inc .Limited	1.38
永泰生物制药有限公司	0.96
<b>合计</b>	<b>10.06</b>

资料来源：公司2021年财务报告

截至2021年底，公司长期应收款较上年下降24.90%，主要系融资租赁业务规模减小所致；主要由融资租赁（7.87亿元）构成。

截至2021年底，公司长期股权投资21.50亿元，较上年下降41.28%，主要系公司处置部分长期股权和I-Mab公司调整至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产核算所致，未计提减值准备；全部为对合营联营企业投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械。截至2021年底，公司长期股权投资中确定的损益调整为3.44亿元，其他综合收益调整为-0.02亿元，其他权益变动为0.39亿元。



表 14 截至 2021 年底公司主要长期股权投资明细

关联方名称	金额 (亿元)
I-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.	5.40
天津华新医药创业投资合伙企业(有限合伙)	3.46
天津商汇投资(控股)有限公司	2.90
西藏华金天马股权投资合伙企业(有限合伙)	1.96
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.	1.75
派格生物医药(苏州)股份有限公司	1.16
<b>合计</b>	<b>16.62</b>

注:尾差系四舍五入所致  
资料来源:公司 2021 年财务报告

截至2021年底,公司固定资产较上年底下降0.89%,变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物(占66.19%)和机器设备(占30.20%)构成,累计计提折旧33.90亿元;固定资产成新率59.23%,成新率一般。

截至2021年底,公司无形资产较上年底增长11.42%,主要系专有及专利技术增加所致。公司无形资产主要由土地使用权(占63.28%)和专有及专利技术(占24.23%)构成,累计摊销4.67亿元,计提减值准备0.19亿元。

截至2021年底,公司开发支出较上年底下降9.68%,主要系计提的减值准备增加所致。

截至2021年底,公司长期待摊费用较上年底下降83.70%,主要系公司执行新租赁准则和改良支出减少所致。

受限资产方面,截至2021年底,公司受限资产如下表所示。

表 15 截至 2021 年底公司所有权或使用权受限的资产情况

项目	账面价值 (亿元)	占资产 总额比 例 (%)	所有权或使用权受限 的原因
货币资金	7.55	2.79	开立银行承兑汇票的 保证金、借款保证金 等
应收账款	0.02	0.01	银行贷款质押融资
固定资产	5.98	2.21	为银行融资、开立银 行承兑票据提供抵押 担保
长期应收款	1.83	0.68	为银行融资、开立银 行承兑票据提供质押 担保

无形资产	0.27	0.10	为银行融资、开立银 行承兑票据提供抵押 担保
<b>合计</b>	<b>15.65</b>	<b>5.79</b>	<b>--</b>

资料来源:公司财务报告

截至2022年3月底,公司合并资产总额较上年底下降3.42%,变化不大。其中,流动资产占54.74%,非流动资产占45.26%。公司资产结构相对均衡,资产结构较上年底变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

截至2021年底,公司所有者权益规模较上年底变化不大,少数股东权益和未分配利润占比高,权益结构稳定性有待提高。

截至2021年底,公司所有者权益137.42亿元,较上年底增长2.40%,变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为47.28%,少数股东权益占比为52.72%。在归属于母公司所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占5.29%、35.63%、-0.77%和57.68%。权益结构稳定性有待提高。

截至2022年3月底,公司所有者权益129.81亿元,较上年底下降5.54%,主要系未分配利润减少所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为46.90%,少数股东权益占比为53.10%。在归属于母公司所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为5.64%、37.72%、-0.93%和55.25%。权益结构稳定性有待提高。

#### (2) 负债

截至2021年底,公司负债总额有所下降,以流动负债为主;随着公司偿还到期债务,公司全部债务规模有所下降,债务负担有所减轻,但仍以短期债务为主。

截至2021年底,公司负债总额较上年底下降26.43%,主要系流动负债减少所致。其中,流动负债占76.25%,非流动负债占23.75%。公司负债以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

表 16 2020 - 2021 年底及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>135.49</b>	<b>74.93</b>	<b>101.44</b>	<b>76.25</b>	<b>96.19</b>	<b>73.21</b>
短期借款	57.53	42.46	44.21	43.58	40.52	42.13
应付票据	4.59	3.39	6.68	6.58	8.20	8.52
应付账款	9.92	7.32	8.09	7.97	8.62	8.96
其他应付款	8.03	5.92	16.55	16.31	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	42.14	31.10	11.03	10.88	6.37	6.62
其他流动负债	3.99	2.95	6.75	6.66	3.24	3.37
<b>非流动负债</b>	<b>45.34</b>	<b>25.07</b>	<b>31.60</b>	<b>23.75</b>	<b>35.20</b>	<b>26.79</b>
长期借款	20.90	46.09	20.43	64.65	24.20	68.74
应付债券	7.96	17.55	5.19	16.42	5.26	14.94
递延收益	3.49	7.71	3.23	10.21	3.18	9.04
长期应付款	12.76	28.15	1.41	4.45	1.41	3.99
<b>负债总额</b>	<b>180.83</b>	<b>100.00</b>	<b>133.04</b>	<b>100.00</b>	<b>131.39</b>	<b>100.00</b>

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计  
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底下降25.13%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

截至2021年底，公司短期借款较上年底下降23.15%，主要系公司偿还部分信用借款所致；主要由信用借款（10.87亿元）、保证借款（12.28亿元）、质押借款（9.44亿元）和质押兼保证借款（10.82亿元）构成。

截至2021年底，公司应付票据较上年底增长45.49%，主要系使用的银行承兑汇票增加所致。

截至2021年底，公司应付账款较上年底下降18.44%，主要系使用的票据规模增加所致。

截至2021年底，公司其他应付款较上年底增长106.16%，主要系应付关联方款项规模增加所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降73.82%，主要系公司偿还到期债券所致；主要由一年内到期的长期借款（7.19亿元）和一年内到期的应付债券（3.00亿元）构成。

截至2021年底，公司其他流动负债较上年底增长69.09%，主要系短期融资券规模增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底下降30.30%，主要系应付债券和长期应付款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至2021年底，公司长期借款20.43亿元，较上年底下降2.24%，变化不大；长期借款主要由信用借款（10.53亿元）和保证借款（7.18亿元）构成。

截至2021年底，公司应付债券较上年底下降34.80%，主要系公司兑付了“20天集01”所致；公司目前存续债券为“20天士力（疫情防控债）MTN001”债券。

截至2021年底，公司长期应付款较上年底下降88.99%，主要系偿还泰康人寿保险股份有限公司股权投资款所致。

截至2021年底，公司递延收益较上年底下降7.64%，主要系部分政府补助计入当期损益所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底下降1.24%，变化不大。其中，流动负债占

73.21%，非流动负债占26.79%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债务96.92亿元，较上年底下降35.33%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占71.18%，长期债务占28.82%，以短期债务为主，债务结构有待调整，其中短期债务68.99亿元，较上年底下降36.27%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；长期债务27.93亿元，较上年底下降32.88%，主要系长期应付款中带息债务减少所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.19%、41.36%和16.89%，较上年底分别下降8.21个百分点、11.40个百分点和6.78个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至2022年3月底，公司全部债务90.29亿元，较上年底下降6.84%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占64.84%，长期债务占35.16%，以短期债务为主，其中短期债务58.55亿元，较上年底下降15.14%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债减少所致；长期债务31.74亿元，较上年底增长13.64%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.30%、41.02%和19.65%，较上年底分别提高1.11个百分点、下降0.34个百分点和提高2.76个百分点。

表 17 截至 2022 年 3 月底公司债务期限分布情况

项目	1年以内	1~2年	2~5年	合计
偿还金额 (亿元)	58.55	25.75	5.99	90.29
占比(%)	64.84	28.52	6.64	100.00

注：因四舍五入，数据尾数存在差异  
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2022年3月底，公司存续债券如下表所示。

表 18 截至 2022 年 3 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 天士力（疫情防控债）MTN001	2023/05/11	5.00
合计	--	5.00

资料来源：Wind

#### 4. 盈利能力

2021年，受天士营销不再纳入合并报表范围影响，公司营业总收入规模大幅下降；受投资收益增加影响，利润总额大幅增长，部分盈利指标表现有所提升；公司期间费用规模较大，对利润存在影响，费用控制能力有待提升。2022年1-3月，公司营业总收入规模略有下降，利润总额由盈利转为亏损。

公司营业总收入及利润总额分析参见本报告第九部分经营分析。

2021年，公司费用总额为53.33亿元，同比下降1.83%，变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为56.01%、22.28%、11.07%和10.63%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为29.87亿元，同比增长6.51%，主要系市场推广费用增加所致；管理费用为11.88亿元，同比增长5.51%；研发费用为5.90亿元，同比下降15.97%，主要系与研发相关的折旧摊销减少所致；财务费用为5.67亿元，同比下降29.00%，主要系债务规模减少所致。2021年，公司期间费用率为57.98%，同比提高23.40个百分点。公司费用规模较大，对利润存在影响，费用控制能力提升。

2021年，公司实现投资收益27.76亿元，同比增长219.93%，主要系①处置长期股权投资；②丧失控制权后或重大影响后，剩余股权按公允价值重新计量所致，投资收益占营业利润比重为145.38%，对营业利润影响很大；其他收益0.95亿元，同比下降43.50%，主要系与收益相关的政府补助减少所致，其他收益占营业利润比重为4.97%，对营业利润影响不大。公司资产处置收益、营业外收入和营业外支出

<sup>4</sup> 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入

规模均较小。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升4.22个百分点和8.13个百分点。

表19 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年
营业总收入(亿元)	157.08	91.98
利润总额(亿元)	8.66	18.93
营业利润率(%)	37.77	59.88
总资本收益率(%)	5.37	9.59
净资产收益率(%)	3.26	11.39

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入20.46亿元，同比下降3.01%；营业成本为8.51亿元，同比下降3.72%；营业利润率为57.10%，同比上升0.11个百分点，变化不大。2022年1—3月，公司实现利润总额-6.85亿元，去年同期为2.54亿元，由盈利转为亏损，主要系I-MAB、科济药业控股有限公司等金融资产公允价值下降8.67亿所致。

## 5. 现金流分析

2021年，公司经营活动现金流和投资活动现金流均保持净流入状态，筹资前活动现金流较为充裕；由于公司降低债务规模，筹资活动现金净流出规模大幅增加。

表20 公司现金流情况(单位：亿元)

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	163.14	115.75
经营活动现金流出小计	143.93	88.07
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>19.21</b>	<b>27.68</b>
投资活动现金流入小计	89.73	62.31
投资活动现金流出小计	66.27	29.89
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>23.46</b>	<b>32.42</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>42.67</b>	<b>60.10</b>
筹资活动现金流入小计	189.94	142.03
筹资活动现金流出小计	225.99	198.78
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-36.05</b>	<b>-56.75</b>
现金收入比(%)	98.92	122.66

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，受公司出售天士营销股权影响，2021年，公司经营活动现金流入同比

下降29.05%；经营活动现金流出同比下降38.81%。综上，2021年，公司经营活动现金净流入27.68亿元，同比增长44.07%；公司现金收入比为122.66%，同比提高23.75个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比下降30.56%，主要为收回投资收到的现金；投资活动现金流出同比下降54.90%，主要为投资支付的现金。综上，2021年，公司投资活动现金净流入32.42亿元，同比增长38.19%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为60.10亿元，同比增长40.84%。公司筹资前活动现金流较为充裕。

从筹资活动来看，2021年，公司降低债务规模，公司筹资活动现金流入同比下降25.22%；筹资活动现金流出198.78亿元，同比下降12.04%。综上，2021年，公司筹资活动现金净流出56.75亿元，同比增长57.45%。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流入7.07亿元；投资活动现金净流入3.04亿元；筹资活动现金净流出4.61亿元。

## 6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标、长期偿债能力指标均有所改善；公司间接融资渠道畅通，同时公司下属子公司天士力股份作为上市公司，具备直接融资渠道。

表21 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率(%)	124.21	146.86
	速动比率(%)	107.42	125.81
	经营现金/流动负债(%)	14.18	27.28
	经营现金/短期债务(倍)	0.18	0.40
长期偿债能力	现金类资产/短期债务(倍)	0.70	1.26
	EBITDA(亿元)	26.81	32.38
	全部债务/EBITDA(倍)	5.59	2.99
	经营现金/全部债务(倍)	0.13	0.29
	EBITDA/利息支出(倍)	2.46	4.72
	经营现金/利息(倍)	1.76	4.04

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所上升。2021年，受经营活动现金流净额增加等因素影响，公司经营现金流动负债比和经营现金短期债务比均有所上升。截至2021年底，公司现金短期债务比有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力指标有所改善。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长20.77%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占16.96%）、计入财务费用的利息支出（占21.06%）、利润总额（占58.48%）构成。2021年，EBITDA利息倍数有所上升，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA有所下降；经营现金对全部债务和利息支出的保障程度均有改善。整体看，公司长期债务偿债能力有所改善。

截至2022年3月底，公司对外担保余额13.79亿元，占净资产的比重为10.62%。

截至2022年3月底，公司无作为被告的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2022年3月底，公司合并口径获得的银行授信总额为222.12亿元，其中未使用授信额度为143.57亿元，公司间接融资渠道畅通。截至2022年3月底，母公司口径获得的银行授信总额为105.36亿元，其中未使用授信额度为54.50亿元。公司下属子公司天士力股份作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部财务分析

公司本部作为管理控股型平台，收入规模很小，盈利主要依赖投资收益；资产以其他应收款和长期股权投资为主；公司本部承担较多融资职能，债务负担重，面临一定短期偿付压力。公司本部通过基金持有部分上市公司股权，变现能力较强。公司已开展部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

截至2021年底，公司本部资产总额104.37亿元，较上年底下降9.48%，主要系其他应收

款减少所致。其中，流动资产54.19亿元（占51.92%），非流动资产50.18亿元（占48.08%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.16%）、应收票据（占11.80%）、预付款项（占10.15%）和其他应收款（占63.70%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.63%）构成。截至2021年底，公司本部货币资金为7.67亿元，长期股权投资48.99亿元。公司本部通过西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）、重庆渤溢新天股权投资基金合伙企业（有限合伙）等基金持有西藏易明西雅医药科技股份有限公司、歌礼制药有限公司、成都先导药物开发股份有限公司等上市公司股权，变现能力强。公司已开展部分股权资产退出，预计股权资产变现可以为公司提供偿债现金流补充。

表 22 截至 2021 年底公司本部长期股权投资情况

被投资单位	持股比例 (%)	表决权比例	账面价值
西藏聚智创业投资有限公司	100.00	100.00	22.91
天士力融资租赁有限公司	75.00	75.00	3.75
天士力医药集团股份有限公司	45.18	45.18	3.41
安国数字中药都有限公司	65.00	65.00	2.46
天津天士力医疗健康投资有限公司	100.00	100.00	2.00
天士力资本控股（北京）有限公司	100.00	100.00	0.74
天津天士力创业投资有限公司	60.00	60.00	0.60
合计	--	--	35.87

资料来源：公司财务报告

截至2021年底，公司本部负债总额83.31亿元，较上年底下降12.72%。其中，流动负债70.53亿元（占84.65%），非流动负债12.79亿元（占15.35%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占55.66%）、其他应付款（占27.19%）和其他流动负债（占9.48%）构成；非流动负债主要由长期借款（占59.41%）和应付债券（占40.58%）构成。截至2021年底，公司本部资产负债率为79.83%，较上年底下降2.97个百



分点。

截至2021年底，公司本部全部债务63.69亿元，较上年底下降24.23%。其中，短期债务50.90亿元（占79.92%）、长期债务12.79亿元（占20.08%）。截至2021年底，公司本部全部债务资本化比率75.15%，较上年底下降5.75个百分点。截至2021年底，公司本部现金短期债务比为0.28倍。公司本部债务负担重，面临一定短期偿付压力。

截至2021年底，公司本部所有者权益为21.05亿元，较上年底增长6.12%，主要系未分配利润增加所致。在归属所有者权益中，实收资本为3.44亿元（占16.32%）、资本公积合计14.55亿元（占69.08%）、未分配利润合计1.77亿元（占8.41%）、盈余公积合计1.32亿元（占6.27%）。所有者权益结构稳定性较强。

2021年，公司本部营业总收入为2.12亿元，利润总额为0.51亿元。同期，公司本部投资收益为6.04亿元。公司本部盈利主要依赖投资收益。

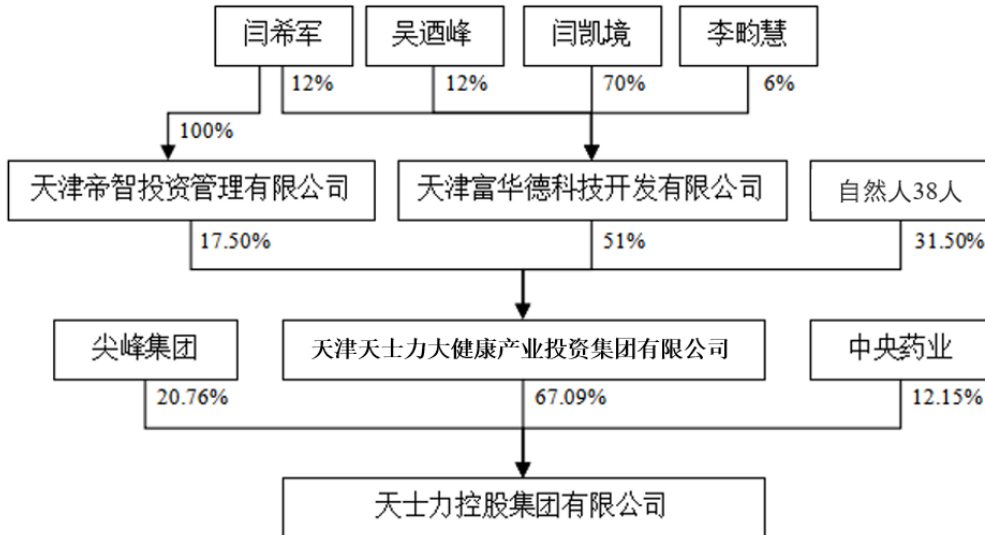
现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流净额为2.49亿元，投资活动现金流净额为14.82亿元，筹资活动现金流净额为-13.41亿元。

截至2021年底，公司本部资产占合并口径的38.59%；公司本部负债占合并口径的62.62%；公司本部所有者权益占合并口径的15.32%；公司本部全部债务占合并口径的65.71%。2021年，公司本部营业总收入占合并口径的2.31%；公司本部利润总额占合并口径的2.71%。

## 十一、结论

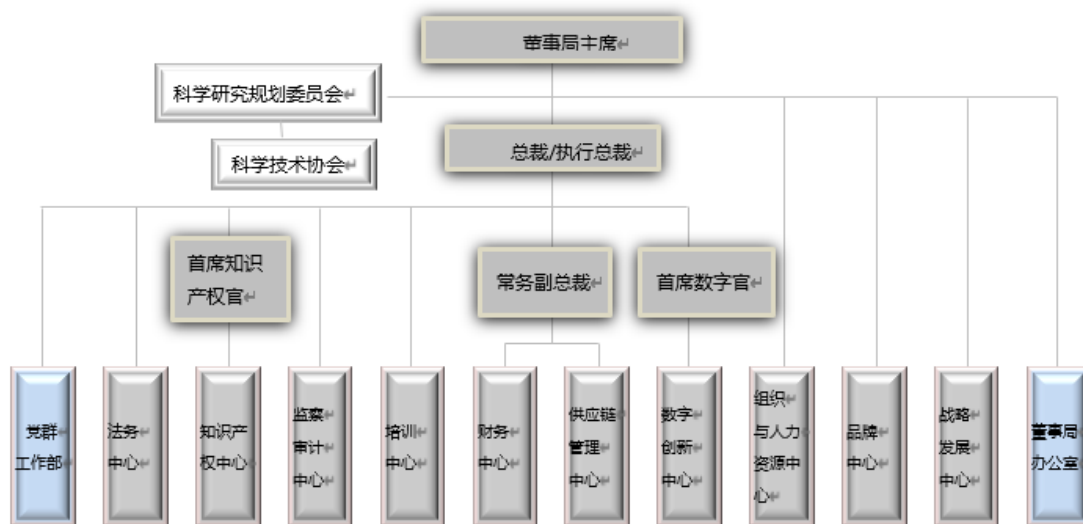
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“20天士力（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底天士力控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底天士力控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年 3 月底天士力控股集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	注册地
1	天士力医药集团股份有限公司	医药	45.18	天津市
2	西藏聚智创业投资有限公司	投资	100.00	拉萨市
3	安国数字中药都有限公司	贸易、批发	65.00	安国市
4	天津天士力医疗健康投资有限公司	投资、咨询	100.00	天津市
5	天士力资本控股（北京）有限公司	投资	100.00	北京市
6	天士力融资租赁有限公司	融资租赁	75.00	天津市
7	天津天士力融通小额贷款有限公司	资金融通	100.00	天津市
8	天津天士力创业投资有限公司	投资	60.00	天津市

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	60.35	75.72	86.72	84.66
资产总额 (亿元)	397.58	315.03	270.46	261.20
所有者权益 (亿元)	125.85	134.20	137.42	129.81
短期债务 (亿元)	121.25	108.26	68.99	58.55
长期债务 (亿元)	93.14	41.61	27.93	31.74
全部债务 (亿元)	214.39	149.87	96.92	90.29
营业总收入 (亿元)	205.58	157.08	91.98	20.46
利润总额 (亿元)	9.75	8.66	18.93	-6.85
EBITDA (亿元)	27.37	26.81	32.38	--
经营性净现金流 (亿元)	20.01	19.21	27.68	7.07
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	1.74	1.80	1.79	--
存货周转次数 (次)	3.49	3.01	1.61	--
总资产周转次数 (次)	0.51	0.44	0.31	--
现金收入比 (%)	115.43	98.92	122.66	102.26
营业利润率 (%)	30.44	37.77	59.88	57.10
总资本收益率 (%)	5.08	5.37	9.59	--
净资产收益率 (%)	4.39	3.26	11.39	--
长期债务资本化比率 (%)	42.53	23.67	16.89	19.65
全部债务资本化比率 (%)	63.01	52.76	41.36	41.02
资产负债率 (%)	68.35	57.40	49.19	50.30
流动比率 (%)	138.79	124.21	146.86	148.65
速动比率 (%)	115.30	107.42	125.81	125.35
经营现金流流动负债比 (%)	11.45	14.18	27.28	--
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.70	1.26	1.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.32	2.46	4.72	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.83	5.59	2.99	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司其他流动负债和长期应付款中带息债务部分计入债务核算; 3. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理



## 附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	7.14	12.03	14.17	14.43
资产总额 (亿元)	112.65	115.30	104.37	103.24
所有者权益 (亿元)	20.23	19.84	21.05	20.34
短期债务 (亿元)	57.01	71.44	50.90	37.03
长期债务 (亿元)	31.39	12.62	12.79	19.16
全部债务 (亿元)	88.40	84.06	63.69	56.19
营业总收入 (亿元)	0.09	0.43	2.12	0.08
利润总额 (亿元)	0.36	0.25	0.51	-0.71
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.87	1.07	2.49	10.27
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	*	8.65	0.65	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.02	--
现金收入比 (%)	103.46	85.97	125.07	7.51
营业利润率 (%)	75.73	76.64	16.32	0.73
总资本收益率 (%)	5.19	5.87	6.03	--
净资产收益率 (%)	1.76	1.28	2.44	--
长期债务资本化比率 (%)	60.80	38.87	37.78	48.50
全部债务资本化比率 (%)	81.37	80.90	75.15	73.42
资产负债率 (%)	82.04	82.79	79.83	80.30
流动比率 (%)	103.87	83.09	76.83	83.30
速动比率 (%)	103.87	83.09	76.83	83.30
经营现金流动负债比 (%)	-4.70	1.29	3.53	--
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.17	0.28	0.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 母公司其他流动负债中带息债务部分计入债务核算; 3. 公司未披露母公司 2022 年 1-3 月财务数据

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持